

福田汽车 (600166)

公司研究/调研报告

六年战略转型 商用车升级 乘用车爆发

公司调研报告/汽车行业

2017 年 01 月 23 日

一、事件概述

上周对福田汽车进行了调研。

二、分析与判断

- 从 2010 年开始战略转型，我们认为福田渡过了战略转型最艰难时期。2010 年公司年报中提出了“2020 战略”，2011 年年报中进一步梳理了 5 大战略转型：低端向高端转型、投资向消费转型、制造业向服务业转型、国内向海外延伸、黄金价值链延伸。

到 2016 年，我们认为公司已经渡过转型最艰难的时期，中重卡、轻卡产品不断升级、整合核心零部件体现、乘用车业务突破性发展。

- 商用车产品升级顺应排放法规，整合零部件体系增强竞争力，多业务共享黄金价值链

中重卡、轻卡整车产品不断升级，2016 年中报中提到中高端产品的占比超过 60%。我国现在排放升级加快、执法从严，排放升级导致低端市场空间被压缩，产品品牌升级是趋势。排放升级会促进市场整合，有利于福田等优势品牌。

发展核心零部件，增强技术力、增加投资收益。首先成立福田康明斯合资公司，覆盖轻中重全系发动机，满足国五、国六排放，销量随着福田整车业务发展而不断提高。根据汽车之家网站的报告，2016 年福田又与 ZF 合资在嘉兴发展变速箱业务，福田核心零部件体系布局不断完善。

基于商用车整车以及核心零部件进行产品延伸，开发大中客、工程机械、VAN、轻客等，这些业务与中重卡、轻卡在发动机、底盘、客户等方面存在协同。

- 乘用车业务 16 年突破，17 年新车上市，乘用车业务预计会爆发式增长。2016 年乘用车业务突破发展，价格、销量初步验证了宝沃品牌具有一定的市场地位。分析乘用车的分品牌销量数据，宝沃从 2016 年 6 月开始销量逐步爬升，最近 3 个月月均销量稳定在 5000 台左右，2016 年宝沃累计销售 3 万台。

2017 年 BX5 上市，品牌、产品、渠道为销量提供了保障。预计 BX5 价格低于 BX7，会进入 10-20 万 SUV 这个增长最快的细分市场；目前这个价位市场的主要参与者是韩系、低端日系以及自主品牌，我们认为宝沃依靠“德系”这个卖点可以增强市场竞争力；《汽车商业评论》中提到 2017 年年底宝沃 4S 可能达到 200 家，这也为 BX5 的销售提供了保障。

三、盈利预测与投资建议

福田汽车商乘并举，商用车业务稳步提升、乘用车业务跨越式发展，公司业绩弹性大。2016-2018 年每股收益预期为 0.07 元、0.23 元、0.29 元，对应 PE 为 52、15、12 倍，强烈推荐。

四、风险提示：

BX5 销量不及预期、商用车新产品市场开拓缓慢。

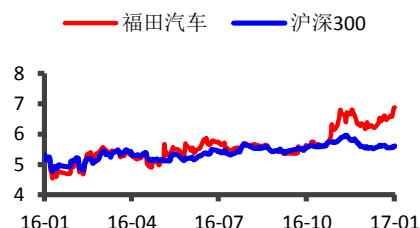
强烈推荐 上调

合理估值：5—7 元

交易数据 2017-01-20

收盘价（元）	3.42
近 12 个月最高/最低	3.49/2.24
总股本（百万股）	6670.13
流通股本（百万股）	6670.13
流通股比例（%）	100
总市值（亿元）	228.1
流通市值（亿元）	228.1

该股与沪深 300 走势比较



分析师：朱金岩

执业证号：S0100515030001
电话：(8601)8512 7532
邮箱：zhujinyan@mszq.com

研究助理：余海坤

执业证号：S0100116050011
电话：(8601)8512 7831
邮箱：yuhaijun@mszq.com

研究助理：张东东

执业证号：S0100116050009
电话：(8601)8512 7646
邮箱：zhangdongdong@mszq.com

研究助理：徐凌羽

执业证号：S0100115080002
电话：(8601)8512 7646
邮箱：xulingyu@mszq.com

相关研究

1、《福田汽车(600166)深度报告：商用车业绩改善 乘用车业务 16 年突破》

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	33997.49	41424.00	55424.00	69724.00
增长率 (%)	0.91%	21.84%	33.80%	25.80%
归属母公司股东净利润 (百万元)	406.41	437.00	1552.88	1968.34
增长率 (%)	-14.82%	7.53%	255.35%	26.75%
每股收益 (元)	0.061	0.066	0.233	0.295
PE (现价)	56.13	52.20	14.69	11.59
PB	1.23	1.22	1.17	1.11

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	33997.5	41424.0	55424.0	69724.0
减: 营业成本	29754.7	35877.8	47497.8	59366.8
营业税金及附加	250.20	304.86	407.89	513.13
营业费用	2028.31	2485.44	2895.86	3643.02
管理费用	2562.32	3189.65	3892.59	4896.92
财务费用	11.75	397.88	674.23	678.54
资产减值损失	314.98	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	73.81	450.00	550.00	600.00
公允价值变动损益				
益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-850.96	-381.63	605.63	1225.58
加: 其他非经营损益				
益	1252.44	900.00	900.00	700.00
利润总额	401.48	518.37	1505.63	1925.58
减: 所得税	44.95	135.00	143.34	198.84
净利润	356.53	383.37	1362.28	1726.75
减: 少数股东损益	-49.88	-53.64	-190.60	-241.59
资产负債表(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	4095.04	414.24	554.24	697.24
应收和预付款项	7807.18	6143.97	12504.65	10942.10
存货	2059.39	4309.63	4122.16	6416.61
其他流动资产	2223.30	2223.30	2223.30	2223.30
长期股权投资	2306.05	2756.05	3306.05	3906.05
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	12814.00	11178.14	9542.28	7906.42
无形资产和开发支出	7620.55	16687.54	24754.53	21821.53
其他非流动资产	2402.21	2398.53	2394.85	2394.85
资产总计	41327.70	46111.39	59402.06	56308.09
短期借款	1327.24	10623.05	10235.63	10905.24
应付和预收款项	18245.76	13571.55	26673.71	22180.10
长期借款	2279.97	2279.97	2279.97	2279.97
其他负债	723.01	723.01	723.01	723.01
负债合计	22575.98	27197.59	39912.33	36088.33
股本	3335.07	3335.07	3335.07	3335.07
资本公积	10174.48	10174.48	10174.48	10174.48
留存收益	5031.94	5247.65	6014.19	6985.81
归属母公可司东股权益	18541.48	18757.20	19523.74	20495.36
少数东股权益	210.23	156.60	-34.00	-275.59
东股权益合计	18751.72	18913.80	19489.74	20219.76
负债和东股权益合计	41327.70	46111.39	59402.06	56308.09

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
收益率				
毛利率	12.48%	13.39%	14.30%	14.85%
三费/销售收入	13.54%	14.66%	13.46%	13.22%
销售净利率	1.05%	0.93%	2.46%	2.48%
资产获利率				
ROE	2.19%	2.33%	7.95%	9.60%
ROA	1.33%	1.99%	3.67%	4.62%
增长率				
销售收入增长率	0.91%	21.84%	33.80%	25.80%
EBIT 增长率	-10.93%	66.56%	137.9%	19.46%
净利润增长率	-22.26%	7.53%	255.4%	26.75%
资本结构				
资产负债率	54.63%	58.98%	67.19%	64.09%
流动比率	0.80	0.53	0.52	0.60
速动比率	0.59	0.26	0.35	0.35
资产管理效率				
总资产周转率	0.82	0.90	0.93	1.24
固定资产周转率	3.34	3.71	5.81	8.82
应收账款周转率	6.34	12.36	6.67	10.96
存货周转率	14.45	8.33	11.52	9.25
估值分析				
EPS (元)	0.061	0.066	0.233	0.295
PE	56.13	52.20	14.69	11.59
PB	1.23	1.22	1.17	1.11
PS	0.67	0.55	0.41	0.33

现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	353.16	-3122.45	11222.99	553.65
投资性现金净流量	-1692.80	-9235.00	-9235.00	595.00
筹资性现金净流量	2758.98	8676.65	-1847.99	-1005.65
现金流量净额	1486.60	-3680.80	140.00	143.00

分析师与研究助理简介

朱金岩，北京大学软件工程硕士，2012年加入民生证券，四年从业经验。

余海坤，清华大学工商管理硕士，近8年汽车行业经验，汽车流通与后服务专家。曾在某汽车品牌担任销售总监负责北方市场销售管理工作，在某汽车电商负责全国线下渠道开发与品牌推广活动工作，并有汽车后市场2年创业经历，投资与研究领域涉及车联网CRM、汽车金融、新能源汽车材料、充电桩与O2O汽车服务等。2016年加入民生证券。

张东东，西安交通大学企业管理硕士，累计9年汽车行业研究经验。3年咨询公司管理咨询经验，聚焦于用户定位、品牌定位、企业战略咨询；6年大型商用车企业工作经验，历经战略与发展部、营销公司市场与商品管理部，熟悉公司战略、产品规划、营销策划等。2016年加入民生证券。

徐凌羽，汽车行业研究助理。会计学硕士，CPA，两年从业经验，专注智能汽车，新能源汽车领域研究。2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。